أهمية مقاربة التدفقات كأساس في صناعة القرارات التمويلية والاستثمارية

ا.تمجغدين نورالدين

جامعة قاصدي مرباح ورقلة tim_nour2005@yahoo.fr

مقدمـــــة:

تشكل المؤسسة مركزا لاتخاذ مجموعة من القرارات الاقتصادية والمالية،وتزداد فعالية هذه القرارات كلما منحت للمؤسسة استقلالية في التسيير،كما تترتب عنها مسؤوليات عدة تتحملها أطراف عديدة (المساهمين،العمال، المسيرين.....الخ) لذا يجب أن تتميز عملية اتخاذ القرار بالدقة ولا يتأتى ذلك إلا بالاستناد على أسس ومعايير علمية.

من بين سلوكات المؤسسة في التسيير نجد السلوك المالي والذي يترجم السياسة المالية والمتضمن قرارات التمويل وقرارات الاستثمار والتي تتصف بالترابط والتداخل،إذ يعتبر قرار الاستثمار من أهم وأصعب القرارات التي تتخذها المؤسسة وذو تأثير على بقاءها واستمراريتها ،كما يقع على عاتق متخذ هذا النوع من القرارات مهمة المفاضلة بين البدائل الاستثمارية،وبالمقابل تواجه المؤسسة أيضا تحدي كبير والمتمثل في إيجاد مصادر تمويل كافية لتغطية احتياجاتها المالية المتزايدة،لكن ما يزيد من الأمر صعوبة ليس نقص مصادر التمويل بل كثرة القيود التي تحيط بعملية اتخاذ القرار التمويلي والتي يفرضها المحيط المالي.

إن الحاجة إلى مجموعة من البيانات و المعلومات الضرورية في صناعة مثل هذه القرارات تجعلنا نسلط الضوء على إحدى هذه المقاربات الأساسية في عملية اتخاذ القرار الاستثماري و التمويلي وتشكل مقاربة التدفقات الأكثر جاذبية كأساس في عمليات تقييم المشروعات الاستثمارية والتي كشفت عن النقائص المتواجدة في المنظور المحاسبي.

سنحاول من خلال هذه الورقة البحثية الإجابة على التساؤلات التالية:

- ما هو مفهوم مقاربة التدفقات؟
- ما هي مبررات استخدام هذه المقاربة؟
- كيف تساهم مقاربة التدفقات في عملية التقييم للمشروعات الاستثمارية؟
- ما هي عناصر وأهداف السياسة المالية للمؤسسة؟

- ما هي أهم القيود التي تتحكم في القرار التمويلي للمؤسسة؟

I- ماهية التدفقات النقدية:

إن عملية التقييم والمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية تتطلب مجموعة من البيانات الأساسية الرقمية تتمثل في مقارنة التكلفة بالمنافع، لكن هل تكون المقارنة بين الإيرادات والتكاليف وفق المنظور المحاسبي أم بين التدفقات النقدية الخارجة (المدفوعات) والتدفقات النقدية الداخلة (المقبوضات) وذلك وفق منظور التدفقات.

إن الإجابة على هذا السؤال تستدعي الوقوف على المشاكل التي يثيرها المنظور المحاسبي في عملية التقييم للمشروعات من جهة وإبراز مزايا مقاربة التدفقات النقدية في هذا المجال من جهة أخرى.

إن الأساس الذي يعتمده المنظور المحاسبي يستند إلى مبدأ الاستحقاق المعروف حيث يتم ربط كل تكلفة أو إيراد بالفترة التي تستحق عنها وتخصها، كما يهتم بتحليل كل فترة من الفترات المالية الماضية، ولا يمتد بالفترات المتعلقة بالمستقبل.

أما بالنسبة لمنظور التدفقات النقدية فهو يهتم بحركة النقدية بصرف النظر عند مبدأ الاستحقاق، فالتدفقات النقدية المستخدمة في تقييم المشروعات الاستثمارية تهتم باقتصاديات الاستثمار، وإن تفضيل واختيار هذه المقاربة له ما يبرره كونه يتجاوز العديد من المشاكل التي يمكن الوقوع فيها في حالة استخدام المنظور المحاسبي والتي أبرزها ما يلي:[1]

1-اختلاف الطرق التي يتم إتباعها في المحاسبة للوصول إلى الربح المحاسبي وذلك بسبب الاختلاف في طرق الاهتلاك المتبعة للأصول الثابتة.

2-اختلاف في طرق تقييم المخزون.

3-نظرة المحاسبين حول معالجة الديون المشكوك في تحصيلها وما يتوقف عليها في حساب الربح المحاسبي، وكذا تقييم محافظ الاستثمارات المالية للمؤسسة، وبالتالي اختلاف في تكوين المخصصات النقدية التي تكون بمثابة عبئ على الربح المحاسبي.

4-اختلاف حول طرق معالجة بعض المصروفات، هل هي مصروفات رأسمالية والتي تعتبر استثماراً وبالتالي يجب استهلاكها على فترات مالية بدلاً من فترة واحدة أم هي مصروفات جارية تتعلق بفترة معينة، وهذا الاختلاف يؤثر على الربح المحاسبي.

إن مثل هذه الإشكالات السابقة تؤدي إلى اختلاف في تحديد الربح بالمفهوم المحاسبي مما ينعكس على قاعدة القرار في قبول المشروعات إذ يختلف القرار باختلاف قاعدة حساب الربح المحاسبي.

5- معيار القيمة الزمنية للنقود:

يهتم المحاسب بتسجيل الإيرادات والتكاليف في الفترة التي تستحق فيها هذه المبالغ بغض النظر عن تاريخ تحصيلها، فمبدأ الاستحقاق يتجاهل مبدأ الفرصة الضائعة نتيجة عدم تحصيل الأموال، كما يتجاهل مبدأ التفضيل الزمني أو القيمة الحالية للنقود.

إذ أن قيمة المبيعات التي يتم تحصيلها تختلف من وجهة نظر مالية عن قيمة المبيعات التي لم تحصل بعد والمبالغ المدفوعة اليوم تختلف قيمتها عن المبالغ المدفوعة غداً.

- يركز مفهوم التدفقات النقدية لأغراض تحليل وتقييم الاستثمارات على العائد الذي يحققه المشروع بغض النظر عن طريقة تمويله.

كما أن الاعتماد على استخدام بيانات التدفقات النقدية يجنبنا مثل هذه المشاكل والتساؤلات وفي نفس الوقت هناك مبررات تجعل من أسلوب التدفق النقدي هو الأفضل في هذه الحالة أبرزها:[2]

- تمثل النقدية السلعة التي يمكن استخدامها للقيام باستثمارات إضافية، إذ لا يمكن تصور الربح بأنه يمكن استثماره، فالربح يمثل مقياس لقيمة زائدة، بينما النقدية تمثل شيء ملموس.

- يعتبر التدفق النقدي الأنسب في استخدامه لأغراض المقارنة بين البدائل الاستثمارية لأنه في هذه الحالة يختلف محتواه عن المقاربة المحاسبية، فالمتحصلات المستخدمة في تحديد التدفق النقدي ليست مثل المبيعات والدخول الأخرى المستخدمة في حساب الربح.

I-1- مزايا استخدام مقاربة التدفقات النقدية:[3]

- إن مفهوم الفرق بين النقدية المستلمة والنقدية المدفوعة يكون أكثر وضوحاً من مفهوم الربح الذي يتضمن عدداً من القواعد والآراء والسياسات المحاسبية.

- يعتبر التدفق النقدي مؤشراً مهما لدى المؤسسة إذ يعبر عن ما هو متوفر لديها لإعادة الاستثمار وكسب دخول إضافية.

- يخضع التدفق النقدي لعمليات الخصم والتي تسهل من المقارنة بين البدائل الاستثمارية على العكس لو تم خصم الأرباح والذي من الصعب في هذه الحالة، إذ لا يعبر عن حقيقة التقييم.

بناءاً على ما سبق تعتبر البيانات القائمة على أساس التدفقات النقدية أفضل سبيل لإعداد التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية.

I-2- مكونات التدفقات النقدية:

ويمكن تحليلها إلى عنصرين أساسيين هما:[(4)]

- التدفقات النقدية الخارجة: وتتضمن ما يلي:

- التكاليف الاستثمارية.
- التكاليف الجارية السنوية (تكاليف التشغيل).
- الفوائد على القروض الاستثمارية.
- الضرائب المباشرة على الدخول.

ونشير إلى أنه بالنسبة لمخصصات الاهتلاك لا يمكن اعتبارها كتدفق نقدي خارج، فهي بمثابة عبئ وليست نفقة أي أنها تكلفة مثبتة وليست مستحقة، ويتم إدراجها في التكاليف السنوية فقط لغرض حساب الربح المحاسبي.

- التدفقات النقدية الداخلة: وتتكون من العناصر التالية:

- الإيرادات السنوية المحصلة.
- قيمة رأس المال العامل في نهاية العمر الإنتاج المتوقع: ويتضمن قيمة المخزون المتبقي.
- قيمة المتبقي من الأصول.

بعد تحديد كل بند من بنود التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال سنوات الإنشاء والتشغيل للمشروع يمكن حساب ما يعرف بصافي التدفق النقدي من خلال المعادلة التالية:

صافي التدفقات النقدية = التدفقات النقدية الداخلة – التدفقات النقدية الخارجة

I-3- التدفق النقدي الإضافي:

عند الحديث عن تقييم مشروع استثماري فإن هذا المشروع في العادة هو استثمار جديد تفكر فيه المؤسسة القائمة والتي لديها مجموعة من الأعمال ينتج عنها تدفقات نقدية وذلك قبل اقتناء هذا المشروع الجديد (الأصل) ولهذا يجب التفرقة بين التدفق النقدي الكلي والتدفق النقدي الإضافي الناتج عن المشروع الإضافي والذي في هذه الحالة يجب الانتباه إلى النقاط التالية:(5)

- التكاليف الغارقة: ليست تدفقات نقدية إضافية، فهي تكاليف حصلت ولن تتأثر بقرار المؤسسة بقبول أو رفض المشروع، ولن تسترد بأي حال من الأحوال.

- تكلفة الفرصة البديلة: تعتبر تدفقات إضافية فهي تدفقات نقدية مفقودة بسبب المشروع الجديد موضوع التقييم فهي تمثل الدخل الذي لم تحصل عليه المؤسسة نتيجة لتفضيل بديل أو اقتراح على آخر، لذا من الواجب إدراج مثل هذه التكلفة ضمن تكاليف المشروع الاستثماري وذلك بإضافتها إلى التدفقات النقدية الخارجة من المشروع.

- التغير في صافي رأس المال العامل: ويقصد بصافي رأس المال العامل الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، ومن هنا فإن الفرق بين الزيادة في الأصول المتداولة الناتج عن المشروع والزيادة في الخصوم المتداولة الناتج كذلك عند هذا المشروع يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار كتدفق نقدي في بداية عمر المشروع وفي نهايته.

I-4- تقييم المشروعات الاستثمارية:

يكتسي قرار الاستثمار أهمية بالغة وعناية دقيقة وذلك للأسباب التالية:(6)

- احتياجات القرار لتوظيف أموال ضخمة.

- صعوبة تصويب أي خطأ في القرار الاستثماري لأن نتائجه تستمر لمدة طويلة، إذ يفقد متخذي القرار بعض المرونة في إجراء تغييرات وتعديلات كبيرة في القرارات لأن المؤسسة تكون قد ارتبطت بتعهدات ممتدة لفترة طويلة.

- يعتمد كلياً على التنبؤات المستقبلية، إذ يؤدي التنبؤ الخاطئ لمتطلبات الاستثمار في الأصول إلى نتائج خطيرة، فالإفراط في الاستثمار يؤدي إلى تكاليف عالية غير ضرورية، أما الاستثمار غير المكافئ فيؤدي إلى مشكلتين: الأولى إذا لم تكن المؤسسة حديثة بشكل ملائم

فلا تستطيع منافسة غيرها من المؤسسات في الإنتاج والثانية إذا كانت الطاقة الإنتاجية للمؤسسة غير كافية فسوف تخسر جزء من حصتها السوقية لمنافسيها.

- الغموض والمخاطرة العالية التي تكتنف التخطيط لمثل هذه القرارات.
- قرار لا يمكن التراجع عنه:[7]

بما أن هذا القرار يمتد أثره لفترة طويلة ويتضمن معدات وآليات لأغراض خاصة، فإنه من الصعب أن تتراجع الإدارة عن هذا القرار لأنه يتضمن شراء معدات بتكاليف عالية جداً وموجهة لأغراض محددة.

كما يتسم النشاط الاستثماري بخاصيتين أساسيتين:[8]

- أن العائد من الاستثمار يتحقق بعد فترة زمنية طويلة نسبياً.
- زيادة عنصر عدم التأكد الذي ينطوي عليه قرار الاستثمار.

إن تحليل التدفقات النقدية له دور عظيم في اتخاذ قرارات الإنفاق الاستثماري ويشكل المحور الرئيسي في دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية والتي تعتمد على مجموعة من المعايير والأسس العلمية التي تساهم في التحقق من جدارة المشروع وقدرته على تحقيق الأهداف المنشودة والتي يجب أن تكون منسجمة مع سياسة وأهداف المؤسسة.

إن عملية التقييم تواجهها مجموعة من المصاعب والمرتبطة أساسا بالمخاطر المصاحبة للمشروعات الاستثمارية والمتمثلة خاصة في:[9]

- درجة الدقة في تقديرات التدفقات النقدية المتوقعة.
- تحديد نمط واتجاه هذه التدفقات النقدية.
- صعوبة تحديد درجة انحراف هذه التدفقات النقدية عن القيمة المتوقعة لها.
- صعوبة حصر أهم المتغيرات التي تؤثر على درجة التأكد المصاحبة للتدفقات النقدية.
- صعوبة تقدير احتمالات حدوث التدفقات النقدية في ظل الظروف المختلفة المتوقع سيادتها في المستقبل.
- صعوبة تحديد معدل الخصم الذي سيتم استخدامه في تقييم قرار الاستثمار، باعتبار أن معدل الخصم يمثل تكلفة تدبير الأموال.

- إن استخدام التدفقات النقدية كأساس في عملية التقييم والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية يكون عن طريق المقارنة بين مجموع التدفقات النقدية المحققة خلال فترة المشروع ورأس المال المستثمر في المشروع.

ويكون التقييم على أساس صافي التدفقات النقدية بعد الضريبة، ثم تطبيق مجموعة من الأدوات والأساليب التي تسمح بالمفاضلة وتقييم المشروعات الاستثمارية والمتمثلة في:

- **الأدوات المرتكزة على المردودية**: مثل معدل المردودية المتوسطة، فترة الاسترجاع.
- **الأدوات المرتكزة على التحيين**: مثل القيمة الحالية الصافية، معدل العائد الداخلي، مؤشر الربحية.
- **أدوات المفاضلة في ظل ظروف عدم التأكد والمخاطرة**: مثل القيمة المتوقعة، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، تحليل التعادل، سعر الخصم المعدل، تحليل الحساسية، أسلوب نظرية المباريات.

كما أن اتخاذ القرار الاستثماري يتطلب توافر مجموعة من البيانات اللازمة للوصول إلى قرار رشيد والمتمثلة خاصة في:[10]

- تقدير التدفقات النقدية الخارجة، حيث يتم تقدير المبالغ الواجب استثمارها في المشروع سواء عند البدء به أو خلال عمره الإنتاجي أو في أي مرحلة من مراحل عمل المشروع.
- تقدير التدفقات النقدية الداخلة، بحيث يتم تقدير المنافع من قرار الانفاق الرأسمالي بصورة نقدية وبكل دقة.
- تحديد معدل العائد الذي يساعد في تحديد قبول أو عدم قبول المشروع الاستثماري.
- ترتيب البدائل الاستثمارية المقترحة بحسب أولويتها لمساعدة الإدارة في اتخاذ القرار الملائم.
- تحليل المخاطرة وظروف عدم التأكد وذلك لأن المستقبل يتصف بالغموض وصعوبة التنبؤ بمعطياته.

II- عناصر وأهداف السياسة المالية في المؤسسة:

تمثل الإستراتيجية على أنها العمل على تحقيق الأهداف الإستراتيجية بعيدة المدى وتخصيص الموارد لتحقيقها، أما السياسة المالية تتحدد بناءًا على توجيهات السياسة العامة

والمرتكزة على مخطط إستراتيجي بعيد المدى، إذ يمكن تعريف السياسة المالية على أنها: «تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الإستراتيجية، وذلك ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانيات المالية المتوفرة للمؤسسة[11] إذ تضطر المؤسسة للتعامل مع هذه القيود من خلال عدة أوجه مختلفة تتحدد عن طريق الأهداف المسطرة:

- تستجيب السياسة المالية لقيد الملاءة، أي ضرورة تجنب الاختلالات المالية على مستوى الخزينة والوصول إلى أعلى درجات السير المالي.
- ضمان المردودية المالية، وذلك من خلال دراسة اقتصادية لتكلفة رأس المال واختيار الهيكل المالي الذي يحقق مستويات عليا من المردودية.

II-1- أهداف السياسة المالية:

يمكن إيجازها في العناصر التالية:[12]

- ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية، وبالتالي قدرة المؤسسة على مواجهة الاستحقاقات المالية، وتفادي مخاطر التوقف عن الدفع.
- تحقيق مردودية عالية عن طريق تدنية تكاليف الاستدانة والأموال الخاصة.
- تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال.

II-2- متغيرات السياسة المالية:

وتمثل تلك العناصر الأساسية الواجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ أي قرار يمس الحياة المالية للمؤسسة إلا أن هذه المتغيرات الأساسية مرتبطة بمجموعة من القيود والتحديات:

- عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الاستدانة، بسبب المخاطر المالية من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان الاستقلالية المالية وتكاليف الاستدانة.
- تمويل النمو يؤدي إلى تزايد اللجوء إلى الاستدانة، وهذا يؤدي إلى مخطر تركيبة رأس المال.
- اللجوء إلى الاستدانة يخضع لقيد تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية.

- توزيع أرباح الأسهم لمكافأة التمويل الذاتي، يساهم في تعزيز الأموال الخاصة، وعندها تتحسن قدرة المؤسسة على اللجوء إلى الاستدانة.

- هذه القيود يتم إدماجها مع مختلف الأهداف المالية لإيجاد البديل الأمثل للسياسة المالية وتحقيق الأهداف المسطرة.

تتمثل متغيرات السياسة المالية في: المردودية، الاستقلالية، النمو

عند تحديد العناصر الأساسية المكونة للسياسة المالية يجب مراعاة الحدود التي لا يمكن تجاوزها عند وضع الأهداف المالية واتخاذ القرارات المالية، حيث تحدد السياسة العامة إطاراً محدداً للسياسة المالية من خلال ثلاثة معايير أساسية: الربح، الآمان، النمو.

وينتج عند دمج المعايير العامة بمتغيرات السياسة المالية مجموعة من البدائل المتاحة للسياسة المالية والمتمثلة في:[(13)]

- سياسة المردودية – الاستقلالية المالية – النمو:

تطبق هذه السياسة على المدى القصير، وتركز فيها المؤسسة على تحقيق أرباح في الأجل القصير، والبحث عن أعلى مستويات مردودية الأموال الخاصة مع أدنى مستويات الاستدانة وأعلى درجات الاستقلالية المالية.

- سياسة المردودية – النمو – الاستقلالية المالية:

تعتبر أكثر انسجاماً في أهدافها، إذ تسعى المؤسسة إلى تحقيق مردودية عالية مما يسمح بتحقيق معدلات نمو مرتفعة، كما تواجه المؤسسة عدة صعوبات ومخاطر تقنية وتجارية ومالية، تؤدي بها إلى الرفع من مستوى الاستدانة وما يؤثر سلباً على الاستقلالية المالية والبحث عن موارد مالية تحققها من خلال موردين يمنحون آجال طويلة للسداد مما يساهم في تحسين وضعية الخزينة وتوفير السيولة الضرورية لتمويل النمو.

- سياسة الاستقلالية المالية – المردودية- النمو:

إعطاء أولوية للاستقلالية المالية على النمو، لكن هذا يتطلب تحسين مستمر وفعال للمردودية من أجل ضمان تمويل احتياجاتها المالية من مصادر داخلية والتقليل من الاستدانة.

ويمكن تبني هذه السياسة في حالة اعتماد إستراتيجية للانسحاب من نشاط معين أو حالة تشبع السوق بمنتوج المؤسسة الحالي.

- سياسة الاستقلالية المالية – النمو – المردودية:

أولوية الاستقلالية، لكن مع الاهتمام بالامتيازات التنافسية على المدى الطويل، لذلك تتخلى المؤسسة عن هدف الربح حالياً من أجل السيطرة على السوق مستقبلاً. أما النمو فيمثل الخيار الثاني وتواجه المؤسسة صعوبات بسبب محدودية اللجوء إلى الاستدانة معتمدة بذلك على التمويل الذاتي في تمويل احتياجاتها، وهذا صعب التحقيق في الآجل القصير بسبب التخلي عن هدف الربح وبالتالي تدني مستوى المردودية.

- سياسة النمو – المردودية – الاستقلالية المالية:

أولوية النمو تفرض على المؤسسة عدة تحديات مرتبطة بمصادر التمويل، حيث تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة بشكل واسع مع أفضلية تحسين المردودية، بالمقابل تخلي المؤسسة عن هدف الاستقلالية المالية من أجل توسيع وتوزيع تشكيلة وسائل التمويل لتلبية الاحتياجات المالية للنمو.

- سياسة النمو – الاستقلالية المالية – المردودية.

إتباع سياسة النمو في هذه الحالة مؤمن ضد المخاطر عن طريق تفضيل أولوية الاســتقلالية المالية على المردودية لكن مع ضياع فرص تمويلية كبيرة، أهمها التمويل الذي يسبب تدني مستوى المردودية والتقليل من مستويات الاستدانة من أجل تحقيق هدف الاستقلالية المالية.

II-3- السياسة المالية ومصادر التمويل:

تواجه المؤسسة في مرحلة النمو والتوسع مشكلة أساسية متمثلة في التكيــف مــع المحــيط المالي وإيجاد التوليفة المناسبة لتشكيلة مصادر التمويل وهذا يتوقفعلى طبيعة النظــام المــا لي و درجة تطوره خاصة في وجود سوق مال فعال يضمن للمؤسسة تغطية الاحتياجات المالية، وتتمثــل مصادر التمويل التي تشكل موضوع للسياسة المالية في:(14)

- **التمويل الذاتي:** ويتمثل في النتائج الإجمالية التي يعاد استثمارها في المستقبل، بعد توزيع مكافــأة رأس المال لينتج عنها فائض نقدي والمخصص لتمويل النمو المستقبلي.

- **الرفع في رأس المال:** فتح رأس المال للمساهمة، يمثل مصدر تمويلي خارجي تلجأ إليه المؤسسة عند عجز المؤسسة في تغطية احتياجاتها المالية عن طريق الموارد الداخلية كالتمويل الذاتي، وهــي عملية مالية تسمح بزيادة رأس المال بواسطة الشراكة الخارجية.

- **اللجوء إلى الاستدانة**: ويتوقف حجم الاستدانة على معدل نمو النشاط تحت قيد تكلفة الاقتــراض وهدف الاستقلالية المالية.

III- القيود المتحكمة في قرار التمويل:

تحيط بعملية اتخاذ القرارات التمويلية قيود عديدة يفرضها المحيط المـــالي وقيـــود داخ ليـــة متعلقة بأهداف الربحية والمردودية وكذا قيود التوازن المالي ومن جملة هذه القيود نجد ما يلي:[(15)]

III-1- القيود الكلاسيكية «Les contraintes «classiques:

وتتشكل من أسس التحليل المالي الكلاسيكي، والذي رغم تجـــاوزه إلا أن مجموعـــة مـــن قواعده ظلت ثابتة وذات تأثير على قرار اختيار المصدر التمويلي.

- **قاعدة التوازن المالي الأدنى**: **Règle de l'équilibre financier minimum**

ومحتواها أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة.

فيجب أن نمول مثلا الاستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريـــق التمويـــل الذاتي أو الأموال الخاصة، كما يتوجب أن تمول استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال.

الإخلال بهذه القاعدة يثير عدة مشاكل أهمها عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حـــاد فـــي رأس المال العامل.

- **قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية)**:

Règle de l'endettement maximum (ou de l'autonomie financiere)

ومفادها أن مجموع الديون المالية (باستثناء الاعتمادات البنكية الجاريـــة) يجـــب ألا يفـــوق الأموال الخاصة.

تعبر عن هذه القاعدة بالنسبة التالية:

الاستقلالية المالية=الأموال الخاصة/الديون المالية. ويجب أن تكون النسبة أكبر من الواحد.

الاستقلالية المالية=الديون المالية/الأموال الخاصة. ويجب أن تكون النسبة أقل من الواحد.

الاستقلالية المالية=الأموال الخاصة/الموارد الدائمة. ويجب أن تكون النسبة أكبر من النصف.

إن الهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية فإذا كان قرار الاستدانة يجعل أموال المقرضين أعلى من مساهمة المالكين فإن هذا القرار غير عقلاني من منظور الاستقلالية المالية.

- قاعدة القدرة على السداد "Règle de la capacité de remboursement"

مفادها أن الديون المالية يجب أن تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة القدرة.

القدرة على السداد= الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

هذه القاعدة مكملة للقاعدة السابقة، إذ تعبر هذه النسبة عن مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة ودائنيها والتي تقل عن 3 سنوات، وتترجم هذه القاعدة على أن المؤسسة تستطيع تغطية مجمل ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي أي أن القدرة على التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة تغطي إجمالي الديون المالية.

عدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية وذلك مؤشر عن زيادة احتمال القدرة على السداد وبالتالي التوقف عند دفع الديون في آجال استحقاقها وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس. كما تعتبر هذه النسبة أساسا للمراقبة الداخلية من طرف متخذ القرار المالي وأساسا للمراقبة الخارجية من طرف المقرض.

قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي Règle du minimum d'autofinancement:

- يعني يجب أن تمول جزء من الاستثمارات ذاتيا (في حدود الثلث) وأن يغطى الباقي عن طريق الاستدانة.

وتهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر لتمويل للمشروعات الاستثمارية. وإذ مولت المؤسسة مشروعا بواسطة القرض (100%) فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموعة من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع، وإذا مول المشروع كلية بموارد ذاتية فإن ذلك يفوت فرص الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة.

III-2- قيود أخرى:

إلى جانب القيود المالية السابقة توجد قيود أخرى مثل:

- الطبيعة القانونية للمؤسسة Le statut juridique:

تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات، وفي كل شكل قانوني هناك مصدر تمـ ويلي يتوافـق وينسجم مع هذا الشكل، فمثلا يمكن للشركة العمومية إصدار أوراق الاكتتاب العام للجمهور بمختلف أنواعها، ويمكن لشـركة المسـاهمة أن تفـتح رأسـمالها للمسـاهمة دون تحديـد عـدد معـين للمساهمين......إلخ.

-حجم المؤسسة:la taille

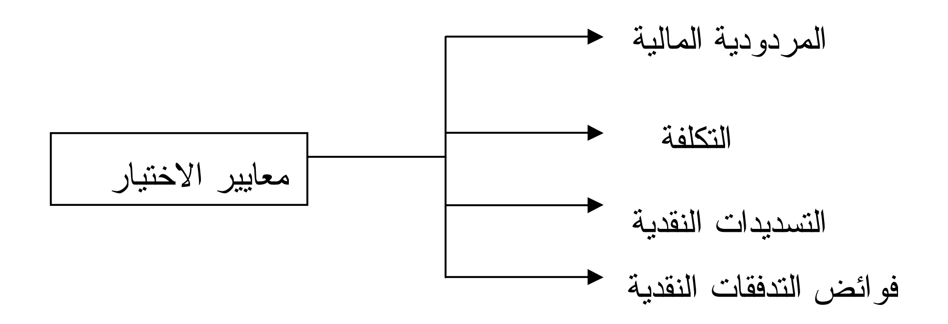
للحجم أثر في اختيار مصادر التمويل، ومن المنطقي أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من امكانية تنويع مصادر التمويل، وكلما قل حجمها كلما قلـص مـن امكانيـة ذلـك فمـثلا المؤسسات الصغيرة لا يمكنها طرح أسهم أو سندات للاكتتاب العام لأن حجمها لا يتطلب رأس مال كبير، وبالتالي فهي تميل أكثر للإقتراض من البنوك، أما المؤسسات الكبيرة والتـي تنمـو بسـرعة كبيرة فهي بحاجة إلى كل مصادر التمويل تقريبا من فتح رأس مال والاقتراض والتمويـل الـذاتي والتنازل عن الاستثمارات وأشباه الأموال الخاصة ......إلخ.

-حالة سوق المال: l'état du marché financier

بعد الأزمات المالية التي شهدتها الأسواق المالية سنة 1987وبـين 1997و1998 أصـبح الاستثمار في الأوراق المالية يشكل مخطرا لمصدرها والمستثمرين فيها على حد سواء لذا فإن حالة السوق المالي يؤثر على إمكانية تنويع مصادر تمويل المؤسسة فإذا كانت السـوق غيـر مشـجعة للإصدار، أي أن الأوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد فمن الأفضل البحث عن مـوارد بديلـة أهمها الاعتماد على النظام البنكي والإئتمان التجاري، وعلى العكس في حالـة السـوق الطبيعيـة والمشجعة فأمام المسير المالي مصادر تمويل متنوعة سواء داخل أو خارج السوق.

IV-معايير اختيار مصادر التمويل:

أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير المالية الكمية، والتي تتعلق بقيود التـوازن المالي والمردودية.



المردودية المالية:

العديد من المؤسسات تضع كهدف عام والمتمثل في تعظيم الأرباح وبالتالي تنـــامي أربـــاح الأسهم والذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية المالية والتي تحسب اعتمادا على العلاقة التالية:[16]

المردودية المالية = النتيجة الصافية/ الأموال الخاصة.

كما يمكن حساب المردودية المالية بدلالة كل من نسبة الهيكل المالية (الاســتقلالية الماليــة) والمردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة والضريبة على الأرباح وهذا ما يعرف بعلاقة أثر الرافعـــة المالية.

$$t_f = (1-\theta).[t_e+(D/K)(t_e-i)]$$

t_f: المردودية المالية. θ: معدل الضريبة على الأرباح الشركات

t_e: المردودية الاقتصادية.

D/K: نسبة الديون إلى الأموال الخاصة.

i: تكلفة الاستدانة.

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية.

- **التكلفة**: تتحمل المؤسسة في سعيها نحو تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية، ومن أجل تدنية تكلفة التمويل لابد مـــن قياس تكلفة كل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون، تكلفة التمويـــل الذاتي ...إلخ، ثم يمكن تجميع هذه التكاليف وتحديد التكلفة الإجمالية للتمويل والمعبر عنها **بالتكلفـــة المتوسطة المرجحة لرأس المال**[17] (**cout moyen pondéré du capita**l)

$$K_0 = Ke\frac{P}{P+E} + Ki\frac{E}{P+E}$$

الأموال الخاصة: P   تكلفة الأموال الخاصة: Ke

التكلفة المتوسطة المرجحة: K_0 الديون: E

تكلفة الاستدانة: Ki

- تستخدم التكلفة المرجحة لرأس المال كآلية لاتخاذ القرار حيث يمكن الأخذ بمبدأ التكلفة الدنيا لتشكيلة التمويل.

التسديدات النقدية الحقيقية:

وتعني الأخذ في الحسبان الوفورات الضرورية ذات الصلة بمصدر التمويل المقترح يسمح هذا المعيار بالمقارنة بين الصيغ المتنوعة للتمويل وحساب التسديدات النقدية المخصومة والأخذ بالصيغة التمويلية التي تحقق أقل قيمة حالية للتسديدات النقدية.

فوائض النفقات النقدية:

على اعتبار يمكن حساب التسديدات النقدية المرتبطة بنمط التمويل يمكن أيضا تقييم التدفقات النقدية الإضافية والتي تأمل المؤسسة تحقيقها وذلك في ظل الأخذ بعين الاعتبار طريقة التمويل ومدى تأثيرها على الفوائض النقدية المحققة ثم خصم هذه الفوائض النقدية.

الخاتمة:

تتخذ المؤسسةمجموعة من القرارات والتي يترتب عليهابقاءها وإستمراريتها،ومن أهمها قرار الاستثمار وقرار التمويل والتي تمتد آثارها على المدى الطويل.فبالنسبة لقرار الاستثمار يعني توافر فرص أو بدائل إستثمارية يستدعي المفاضلة بينها،فقرار إنشاء المشروع يهدف إلى خلق طاقات إنتاجية جديدة أو رفع إنتاجية طاقات قائمة ويستلزم ذلك تقييم للمخاطر المصاحبة لهذا المقترح الاستثماري وتقييم للعوائد المتوقعة منه ودراسة تكاليف تنفيذ هذا المشروع وتحديد مصادر تمويله فهذا يعني أن هناك خلق لإرتبطات مالية ذات طبيعة طويلة الاجل ولا تتسم بالمرونة،إذ يتميز قرار الاستثمار بأنه لايمكن التراجع فبه بسهولة فهو يستزف أموال ضخمة ويصعب تجنب الخسائر في هذه الحالة،كما يمثل هذا القرار التعامل مع المستقبل والذي تحيط به درجات عالية من عدم التأكد وإرتفاع المخاطر وبالتالي صعوبة التنبؤ.وبالمقابل هناك ترابط وتداخل شديد بين القرار الاستثماري والقرارالتمويلي،إذ لا يمكن دراسة القرار الاستثماري دون التفكير في إيجاد مصادر التمويل المناسبة لتنفيذ المشروع فالمؤسسة أمام إحتياجاتها المالية المتزايدة تبحث عن مصادر تمويل تتميز

بالإستقرار والمرونة وبالتكلفة المناسبة،كمايجب أن يتناسب العائد المتوقع من الاستثمار مع المخاطر المصاحبة له ومع تكلفة التمويل وكذلك تكلفة الفرصة البديلة.

إن قرار التمويل تحكمه مجموعة من القيود التي يفرضها المحيط المالي والقيود الداخلية المتعلقة بأهداف الربحية والمردودية وكذا قيود التوازن المالي،وإن الهدف الأساسي للإدارة المالية في المؤسسة هو تعظيم قيمتها وللتوصل إلى ذلك لا بد من تحقيق هدفين هما في الأصل متعارضين السيولة والربحية وخلق نوع من التوازن بينهما.ويمكن للسياسة الماليةأن تؤثر على القرارات الاستثمارية وذلك عن طريق أثرها على تكاليف الحصول على القروض وبالتالي تأثيرها على الهيكل المالي مما يؤثر على قيمة المؤسسة،وتسمح تقنية أثر الرافعة المالية في حدود معينة من تفسير إختيار مصادر التمويل.

إن إستخدام مقاربة التدفقات النقدية أثبتت أنها الجديرة في عملية التقييم وإتخاذ القرارات من طرف المؤسسة والتي تتوزع بين قرارات ترتبط بإدارة الأصول(قرارات الاستثمار) وبين قرارات ترتبط بالخصوم(قرارات التمويل) وهذا يستدعي تحديد درجة الدقة في تقدير هذه التدفقات النقدية ،والتي تقوم المؤسسة بخصمها(تحيينها) بمعدل خصم مناسب يرتفع مع زيادة المخاطرة و ينخفض مع زيادة درجة التأكد من التدفقات النقدية.

الهوامش والإحالات:

1- حامد العربي الحضري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص 81-83.

2- محمد قويدري، أسس دراسات الجدوى ومعايير تقييم المشروعات الاستثمارية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1997، ص 80.

3- نفس المرجع، ص 83.

4- عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية الاستثمارية وقياس الربحية التجارية والقومية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000.

5- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار الميسرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 381.

6- وليد زكريا صيام، مدى إدراك أهمية استخدام البيانات المحاسبية في ترشيد قرارات الإنفاق الرأسمالي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة المجلد 17، العدد 2، المملكة العربية السعودية، 2003، ص 157.

7- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 54.

5- ثناء محمد طعيمة، نظم المعلومات المحاسبية بني تقييم المشروعات الاستثمارية، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2002، ص 40.

9- أحمد غنيم، قرارات إنشاء المشروعات الجديدة نظريا وتطبيقا، المكتبات الكبرى الظاهرة، الطبعة الأولى 1998.

10- وليد زكريا صيام، مرجع سبق ذكره، ص 157.

11- يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص 235.

12- نفس المرجع، ص. 236.

13- نفس المرجع، ص. 238-240.

14- نفس المرجع، ص. 240.

15- Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, Gestion financière, Manuel et application, Edition Dunod, paris, 13e édition, pp 394-396.

16- Ibidem, p. 396.

17- Abdellah Boughaba, Analyse et évaluation de projets, Edition Berti, Paris, 1998.